

УДК 336.76

Доц. Т.В. Ясінська, канд. екон. наук;
доц. І.С. Процик, канд. екон. наук – НУ "Львівська політехніка"

ОСОБЛИВОСТІ ЗАЛУЧЕННЯ КАПІТАЛУ ШЛЯХОМ ПЕРШОГО ПУБЛІЧНОГО РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ НА ІНОЗЕМНИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ

Розкрито сутність, переваги та вади залучення фінансових ресурсів шляхом публічного розміщення акцій на міжнародних фондових біржах. Розкрито процедуру фінансування українських підприємств шляхом розміщення акцій серед іноземних інвесторів. Встановлено, що публічна пропозиція інвесторам є одним із найпривабливіших способів залучення коштів, оскільки має низку переваг порівняно з кредитуванням та випуском облігацій. Водночас її здійснення є найскладнішою процедурою порівняно з іншими способами залучення капіталу. Рішення підприємства про здійснення публічної пропозиції інвесторам має базуватися на ретельному економічному обґрунтуванні його доцільності та можливості проведення.

Assoc. prof. T.V. Yasinska; assoc. prof. I.S. Protsyk – NU "L'vivs'ka Politekhnik"

The special features of financial resources drawing by shares public offering on international stock exchanges

The essence, advantages and disadvantages of financial resources drawing by shares public offering on international stock exchanges are reviewed. The procedures of Ukrainian enterprises financing by shares offering for foreign investors is described in the article. It is set that the public offering to the investors is one of the most attractive methods of bringing in of money, as has a row of advantages by comparison to crediting and bonding. At the same time its realization is the most difficult procedure by comparison to another ways of bringing in of capital. Decision of enterprise about realization of public suggestion investors must be based on the careful economic ground of his expedience and possibility of leadthrough.

Постановка проблеми. Серед вітчизняних підприємств поширеними способами залучення коштів без зміни форми власності є кредитування та випуск облігацій. Однак останніми роками крупні відкриті акціонерні товариства почали використовувати порівняно новий для України, але широко використовуваний у світі, спосіб залучення капіталу через розміщення акцій підприємства на фондовому ринку.

Залучення іноземного капіталу через розміщення акцій на іноземних фондових ринках називають IPO (Initial Public Offering) – публічна пропозиція інвесторам стати акціонерами компанії, зроблена нею вперше на міжнародній біржі. Компанія прагне продати пакет своїх акцій (зазвичай, невеличкий, близький до блокуючого) інвесторам на біржі як з метою одержати фінансове впливання для розвитку, так і для того, щоб за котируваннями акцій на біржі визначити свою капіталізацію чи реальну ринкову вартість. Ще одна мета – підвищити свій інвестиційний рейтинг, щоб одержати доступ до інших недорогих джерел фінансування [1].

Серед підприємств України, які одними з перших здійснили IPO, є Ukrproduct Group (харчова промисловість), Cardinal Resources (нафта і газ), XXI Century (нерухомість), ТММ (нерухомість), Dragon-Ukrainian Properties and Development (нерухомість), Ferrexpo (гірничовидобувна галузь). Поширення практики виходу вітчизняних акціонерних товариств на іноземні фон-

дові ринки потребує ретельного дослідження та розкриття особливостей цієї процедури з метою забезпечення вітчизняних менеджерів інструментом ефективного організування залучення іноземних коштів через механізм IPO.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблему виходу підприємств на міжнародний фондовий ринок висвітлено у працях вітчизняних науковців та практиків [1-5]. Огляд опублікованих робіт за проблемою дає змогу охарактеризувати переваги цього способу залучення коштів та ідентифікувати вимоги до підприємств, які мають намір провести IPO.

Залучення капіталу через схему IPO має низку переваг порівняно з іншими способами залучення іноземного капіталу. Насамперед залучене фінансування не треба повертати, як у випадку з кредитами чи облігаціями. Це особливо важливо нині, коли оцінні коефіцієнти українських компаній значно зросли, і завдяки цьому вони можуть залучати чималі кошти, розміщуючи свої акції. IPO забезпечує визнання компанії третіми сторонами, що важливо для довіри інвесторів і тривалого ринкового зростання, а також сприяє визначенню реальної ринкової вартості бізнесу та перспектив його подальшого зростання, тому що лістинг на фондовій біржі створює премію до вартості завдяки прозорості компанії. Також вихід на біржу – хороший привід ще раз чітко визначити завдання компанії на найближчі кілька років відповідно до світових тенденцій і очікувань іноземних інвесторів. Крім того, реструктуризація бізнесу, поліпшення стандартів управління та прозорості, які здійснюються перед IPO, дають змогу створити максимальну вартість для власників у разі можливого виходу з бізнесу в майбутньому – наприклад, шляхом продажу стратегічному інвестору [1, 2].

IPO є важливим іміджевим чинником. Компанію, чії акції котируються на міжнародних біржах, сприймають як серйозного партнера, що сумлінно виконує свої зобов'язання стосовно контрагентів. IPO передбачає зміну самої стратегії розвитку бізнесу. Основним критерієм ефективності менеджменту стає не прибуток власників, а зростання капіталізації компанії.

На інший рівень виходять і відносини менеджменту з інвесторами та акціонерами. У публічній компанії вони старанно регламентовані для того, щоб зробити керівництво незалежним. Нарешті, компанія, яка відповідає вимогам провідних міжнародних бірж, навіть безвідносно до реальних котирувань її акцій – привабливий клієнт для великих банків. І навпаки, співпраця з великим міжнародним банком, який видавав компанії кредити чи допомагав випускати облігації, дуже позитивно позначиться на підготовці до IPO [1-3].

Відповідно до матеріалу літературних джерел [1-3], вимоги до компанії, чії акції торгуються на біржі, можна поділити на три групи.

Перша – вимоги до фінансової звітності. Компанія має відповідати міжнародним чи американським стандартам, а то і тим і іншим, упродовж як мінімум останніх трьох років. Крім цього, вона має пройти аудит, причому обов'язково однієї з компаній "великої трійки".

У бухгалтерського підрозділу має бути напрацьований досвід швидкого впорядкування звітності за міжнародними стандартами. Якщо компанія затримує звітність, публікує її в останній звітній день або пізніше за встановлені терміни, це спричинює в інвесторів підозри. Якщо ж компанія подає

звітність швидко, це свідчить, що бізнес-процеси в ній налагоджені, а міжнародні стандарти впроваджені в життя, а не є надбудовою над звичною подвійною бухгалтерією.

Друга група вимог стосується прозорості управлінської схеми компанії та схеми її власності. Йдеться і про чіткий розподіл повноважень менеджменту всіх ланок. Бажано, щоб система управління компанії також відповідала західним стандартам, не містила нічого зайвого й нічого нового для інвесторів. Зарплати менеджерів і вся система їхньої мотивації повинні відповідати ринковим стандартам.

Не менш прозорою має бути схема власності та корпоративних прав. Якщо на IPO виходить холдинг, що об'єднує компанії, які працюють на різних ринках, потрібно продемонструвати необхідність такої диверсифікації. Інакше в очах інвесторів це виглядатиме розпиленням коштів або оптимізацією оподаткування. Крім того, холдинг має бути спроможний подавати консолідовану звітність.

Третя група вимог стосується захисту прав інвесторів. Адже той, хто купить акції компанії на біржі, по суті, стане її міноритарним акціонером. Основні власники мають вибудувати схему управління бізнесом так, щоб у міноритаріїв не виникло жодних підозр у непрозорості ведення бізнесу емітентом [1, 2].

Метою роботи є розкриття особливостей процедури розміщення акцій вітчизняних відкритих акціонерних товариств на закордонних біржах

Викладення основного матеріалу. Багато в чому успіх IPO компанії залежить від біржі, на якій він здійснений. З семи розміщень акцій українських підприємств на закордонних біржах п'ять здійснено на Лондонській. По одному – на Франкфуртській і Варшавській. І жодного на російських торговельних майданчиках, здавалося б, найближчих до Києва територіально. Жодна українська компанія не вийшла поки що й на престижні американські чи японські біржі.

Українські підприємства можуть здійснювати публічне розміщення акцій на фондових майданчиках, наведених в табл. 1.

Табл. 1. Сегменти ринку на фондових біржах

Фондова біржа	Основні ринки	Альтернативні ринки
Deutsche Börse	Prime Standart i General Standart	Entry Standart
Euronext	Eurolist	Alternext
Hong Kong Stock Exchange (HKSE)	Main Board	Growth Enterprise Market (GEM)
London Stock Exchange (LSE)	Main Market	Alternative Investment Market (AIM)
NASDAQ	Large Caps	Small Caps
NYSE	Large Caps	Small Caps

Лондонська фондова біржа (LSE) охоплює основний (main market) і альтернативний (alternative investment market, AIM) майданчики. Тільки за дев'ять місяців 2006 р. на LSE було здійснено IPO на загальну суму близько 35 млрд доларів. Для порівняння: обсяг розміщень на другому світовому лідері – NYSE – за цей самий період становив усього 17 млрд дол.

Вимоги до компаній, що виходять на АІМ, м'якіші. Саме на ньому розміщувалися більшість українських емітентів. Однією з найпривабливіших бірж за співвідношенням вимог, вартості та термінів розміщення до можливого обсягу залучення коштів вважають Франкфуртську. Проте на ній наразі відбулося лише одне українське розміщення – девелоперської компанії ТММ. Готується розміщення там акцій "Мілкіленду".

Виходячи з мети переважної більшості вітчизняних підприємств під час виходу на іноземний фондовий майданчик – залучення достатньої кількості коштів та досягнення високої ліквідності акцій, доцільно обирати Франкфуртську фондову біржу. Такий вибір зумовлюють такі переваги Франкфуртської фондової біржі:

- найбільша фондова біржа за показниками виручки, прибутку і ринкової капіталізації у світовому масштабі;
- єдина вертикально інтегрована біржа, що пропонує усі види систем послуг, потрібних лістинговим компаніям та інвесторам: ринок цінних паперів – ринок деривативів – система клірингу і розрахунків – індекси;
- оператор системи хетра® – однієї з найбільш ліквідних електронних торгових систем на світовому ринку касових угод, в якій задіяно понад 650 учасників, включаючи 270 міжнародних банків і 4 500 трейдерів і яка посідає перше місце в Європі за концентрацією ліквідності: щоденно в системі хетра® здійснюється понад 1 200 000 торговельних угод;
- оператор системи Xetra®, найбільшого в світі ринку деривативів, активно діючого в країнах Європи, Азії та США;
- центральне положення у фінансовому центрі Франкфурта – місті Європейського Центрального Банку; дев'ять представницьких офісів у Європі: Берліні, Франкфурті, Ліссабоні, Лондоні, Люксембурзі, Мадриді, Парижі, Врескхамі, Цюриху та чотири офіси у Азії, США [5].

Здійснивши перше публічне розміщення акцій на Deutsche Börse, підприємство отримає ефективний з точки зору фінансових затрат доступ до капіталу і зможе досягти високих показників ліквідності власних акцій. Адже бізнес-модель Deutsche Börse орієнтована саме на ліквідність. Завдяки своїй повністю вертикально орієнтованій структурі, Deutsche Börse пропонує найбільш рентабельну торгівлю цінними паперами, і як наслідок, високу їх ліквідність.

Згідно з даними аналізу, виконаного спеціалістами Всесвітньої Федерації Фондових Бірж (World Federation of Exchanges), концентрація ліквідності Deutsche Börse посідає перше місце в Європі. За кількості угод понад 500 000, здійснюваних в електронній системі Xetra щоденно, Deutsche Börse має найвищий об'єм торгів, і значно вищий показник обіговості цінних паперів, порівняно, наприклад, з біржами Euronext и London Stock Exchange (LSE).

Електронна систем Xetra® використовується у всьому світі, забезпечує доступ до іноземних інвесторів і більш ніж 4 500 трейдерам, 270 учасників в 19 країнах світу, залучаючи всі фінансові центри Європи. На відміну від більшості фондових бірж, наприклад, London Stock Exchange (LSE), торгова система відкрита як для акцій "блакитних фішок", наприклад Siemens и DaimlerChrysler, так і для акцій малих підприємств, як німецьких, так і інозем-

них. Xetra – це єдина інтегрована і потужна торгова система, що має інфраструктуру для усіх 7 400 акцій, що торгуються на Deutsche Börse. Компанії з різних секторів: енергетичного, машинобудівного, телекомунікаційного, біотехнологічного, сектору фінансових послуг тощо.

Для розміщення акцій на Франкфуртській фондовій біржі вітчизняним підприємствам потрібно відповідати вимогам до допуску і лістингу того рівня котирувального листа, який найбільше відповідає можливостям і цілям емітента. У табл. 2 наведено основні вимоги для допуску і лістингу акцій на Франкфуртській фондовій біржі.

Табл. 2. Вимоги для допуску і лістингу акцій на Франкфуртській фондовій біржі [5]

Вимоги	Вступний Стандарт (допуск до торгів)	Першокласний і Загальний Стандарт (лістинг цінних паперів)
Мінімальний термін існування компанії	1 рік	3 роки
Об'єм емісії	Вимоги відсутні	Мінімальна ринкова капіталізація € 1,25 млн Мінімальний розмір емісії 10 000 акцій
Потрібні документи	Проспект емісії (публічна пропозиція) /Спрощений меморандум (приватне розміщення)	Проспект емісії, перевірений і затверджений органом BaFin (Федеральне Управління Нагляду за Фінансами)
Відповідальні за одержання офіційного доступу до торгів	Учасник торгів на Франкфуртській фондовій біржі (FWB®)	Компанія і банк
Відповідальні за контроль за додержанням вимог до прозорості	Учасник торгів на Франкфуртській фондовій біржі (FWB®)	Біржа і банк

Перше публічне розміщення акцій на фондовій біржі для українських підприємств складатиметься з двох основних етапів: етапу підготовки до розміщення; розміщення.



Рис. Складові витрат на одержання та підтримання лістингу на фондовій біржі

Табл. 3. Етапи виходу на перше публічне розміщення акцій [1, 2]

Період	Дії
Етап 1: Підготовка до розміщення	
Більш ніж за один рік до розміщення	Оцінка альтернативних ІРО джерел фінансування з точки зору стратегічних цілей компанії та власників.
	Вибір андеррайтера і з його допомогою: - визначення параметрів розміщення: обсягу розміщення, ціни акцій (і справедливої вартості пакета загалом), майданчика, структури угоди, структури інвесторів; - розроблення плану проекту;
	Реалізація "примаркетингу": збір думок інвесторів та інвестиційних аналітиків щодо критеріїв оцінки компаній такого типу, такої ж галузі, такої ж країни, на обраному виді майданчику, цільовими інвесторами;
	Прийняття радою директорів рішення про випуск (або додатковий випуск акцій). Підготовка та опублікування протоколу засідання ради директорів;
	Формування проектної команди, вибір партнерів: фінансового консультанта для створення інвестиційного ядра, юридичного консультанта для формування прозорої юридичної структури компанії, аудитора для затвердження фінансової звітності компанії по українським стандартам та стандартам МСФО, консультанта з маркетингу для формування інвестиційної політики компанії, організації IR (відносини з інвесторами) PR (відносини з громадськістю), незалежних директорів (як правило, іноземних громадян) і їх включення до складу ради директорів компанії, аудитора корпоративного управління для встановлення позиції рейтингу корпоративного управління. Реалізації з їх допомогою підготовчих заходів
За 11-12 міс. до розміщення	Підготовка та затвердження рішення про випуск цінних паперів
За 11 і більше міс. до розміщення	Підготовка аналітичних звітів (тривалість 6 міс.) про: галузі та ринки, показники діяльності компанії, стратегії компанії, менеджмент компанії
За 10 міс. до розміщення	Виконання різнобічного аналізу стану компанії, юридичним консультантом, аудитором, фінансовим консультантом, банком-андеррайтером
За 5 міс. до розміщення	Підготовка проспекту за результатами різнобічного аналізу стану компанії
	Оновлення оцінки вартості пропонованого до розміщення пакету (за результатами різностороннього аналізу стану компанії) та оцінки кон'юнктури ринку
За три міс. до розміщення	Розкриття інформації про компанію серед широкого кола інвесторів
За три міс. до розміщення	Визначення діапазону ціни.
За пів-півтора міс. до розміщення	Випуск попереднього проспекту. Здійснення незалежного аналізу проспекту емісії аудитором
За один міс до розміщення	Організація ознайомчої серії зустрічей з потенційними інвесторами та аналітиками в основних містах світу
За тиждень до розміщення	Випуск остаточного проспекту. Виконання незалежного аналізу проспекту аудитором
Етап 2. Розміщення	
14 календарних днів	Розміщення акцій на біржі
Після розміщення	
Регулярна робота з інвесторами, підготовка та опублікування регулярної звітності. Підтримка корпоративного сайту, розкриття істотних фактів життя компанії, випуск аналітичних звітів, організація і проведення виступів топ-менеджменту компанії на міжнародних форумах, організація зустрічей топ-менеджерів з крупними інвесторами або фонд-менеджерами, організація прес-супроводу діяльності компанії	

Важливим для прийняття рішення про здійснення IPO є оцінювання витрат та економічного ефекту від такого заходу. Середні витрати на IPO на Франкфуртській фондовій біржі у сегменті Prime Standart становлять 9,5 % бруто доходу від розміщення акцій. Структуру витрат на здійснення IPO на фондовій біржі наведено на рисунку.

Комісійні за здійснення першого публічного розміщення – це витрати, які несе підприємство на користь фондової біржі за надання можливості публічного розміщення акцій на біржі. Вступні і лістингові внески – це витрати, які варіюються залежно від обраного рівня котирувального листа. Витрати на відповідність вимог полягають у доведенні стану корпоративної звітності підприємства до вимог, чинних на цей час на фондовій біржі, їх перекладі тощо. Гонорари залучених учасників охоплюють гонорари фінансових консультантів, депозитарію тощо. Рекламні та інші витрати на IPO охоплюють проведення роад-шоу серед інвесторів, відрядження персоналу емітента за кордон, прийняття іноземних делегацій тощо. Під недооцінкою бізнесу розуміють умисне заниження ціни акції для додаткового заохочення потенційних інвесторів. Зазвичай, такий дисконт для компаній з країн СНД становить 4-5 %.

Висновки. Викладений матеріал дає змогу дійти висновку, що публічна пропозиція інвесторам (IPO) є одним із найпривабливіших способів залучення коштів, оскільки має низку переваг порівняно з кредитуванням та випуском облігацій. Водночас, здійснення IPO є найскладнішою процедурою порівняно з іншими способами залучення капіталу. Таким чином, рішення підприємства про здійснення IPO має базуватися на ретельному економічному обґрунтуванні його доцільності та можливості проведення.

Література

1. Кукса В. Це солодке слово IPO. Українські підприємства відкривають для себе прогресивний спосіб інтеграції у світову економіку // Дзеркало тижня. – 2007. – № 35 (664).
2. Шкарпова О. Публічні гроші // Контракти. – 2006. – № 6.
3. Саміт керівників "IPO як засіб збільшення вартості компанії – нові шляхи використання ринків капіталу" // Цінні папери України. – 2006. – № 49 (441).
4. Прудковских В. Рынок крупных сделок // Комп&ньоН. – 2007. – № 4.
5. [Електронний ресурс]. – Доступний з <http://www.deutsche-boerse.com>.

УДК 336.71

*О.С. Гирик – Львівський інститут банківської справи
Національного банку України, м. Київ*

ДОСЛІДЖЕННЯ СОЦІАЛЬНИХ ОЧІКУВАНЬ В АКТИВІЗАЦІЇ БАНКІВСЬКОЇ ДІЯЛЬНОСТІ НА ОСНОВІ МОДЕРНІЗАЦІЇ МОТИВАЦІЙНОГО МЕХАНІЗМУ

За результатами соціологічного опитування проаналізовано соціальні очікування працівників банківських установ щодо оцінки антикризових заходів та можливої поведінки клієнтів банків у контексті зростання рівня їх довіри до банківської системи. Визначено основні чинники, які стримують розвиток банківської діяльності в Україні упродовж зародження і розвитку фінансово-економічної кризи. До таких чинників належать: відтік депозитів; нестача коштів у клієнтів банку; політичний чинник; безробіття; недовіра людей до банків; недостатньо фахова діяльність НБУ; надмір-